



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年5月26日

キャリアの継続



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

落ち着いたグローバルの経済状況はキャリア・トレードに良好な投資環境ですが、金利上昇によってその流れが変わるかもしれません

先週の市場ではトランプ政権とブラジルでの政治的な混乱に関する懸念が後退したことから、リスク選好の回復がみられました。株式市場はさらに上昇し、国債および社債市場のスプレッドも縮小し、市場ボラティリティを示すVIX指数は2006年までの水準まで低下しました。こうした晴れ模様の中で、質への逃避が薄れたにもかかわらず、意外だったのは主要国債金利がほぼ横ばいの動きとなったことでした。米国債金利は短期金利が牽引する形で今後上昇するとの見通しを引き続き持っていますが、しばらくは耐え忍ぶ時間となりそうです。

連邦公開市場委員会(FOMC)の議事録は、6月に利上げを実施し、その後も金融政策は正常化していく、という内容でした。実質金利はマイナスのままで、経済は完全雇用に近い状態にあり、株式市場の上昇によって資産価値は上がり、米ドルは年初の水準よりもやや下落している中で、経済成長見通しが悪化しない限り、米連邦準備制度理事会(FRB)は、FF金利をニュートラルな水準に徐々に戻していくだろうと考えており、利上げは四半期ごとに行われるとみています。そのため、将来の金利予測を示すドット・チャートは3月会合から6月も変更はないと予想しています。3月会合時からは、インフレ率は予想外に低下しましたが、雇用関連指標は予想を上回っています。インフレ率の低下に関しては、通信会社各社が大容量データ使用料の割引を行っていることが背景にあると考えられ、これは一時的なイベントであるとみられています。中央銀行の政策は、一年後のインフレ率に着目していることから、賃金の上昇基調にある限りFRBはこのことをさほど気にしすぎないと考えています。しかし、こうした要因は消費者物価指数(CPI)には考慮されていないことが多いため、テクノロジーが発展するときには、インフレ率が過大評価されていると捉えることもできます。一方、同時に経済活動と生産性のペースは過小評価されているということになり、これは金利の低下ではなく上昇を招くことになると考えられます。

その他、議事録ではFRBのバランス・シートに関する詳細もいくらか盛り込まれました。これまでの見直し通り、FRBは今年後半に償還を迎える債券の再投資に上限を設ける形で、バランス・シートの縮小をはじめることが示唆されています。この上限は時間をかけて引き下げられていくとみられ、FRBは2013年のテーパー・タントラムのような大幅な下落を防ぐために、この変化による影響は最小化したいと考えていると思われます。以前のFOMCでは、バランス・シートの縮小は金利の正常化の後に行っていくことが話し合われており、そのため6月と9月の利上げ実施後の10-12月期に行われることを想定していました。しかし、経済指標によっては、より早い段階でテーパリングに関する事前アナウンスが行われる可能性も出てきていると考えています。カンザス連銀などの分析では、2年間で6,750億米ドルのテーパリングを行えば、25bpsの利上げと同等の効果であるとされています。こうして考えると、バランス・シートの縮小に関する懸念は行き過ぎかもしれませんが、分析できる過去の例がないことから、FRBもこの点に対する見通しは不透明であることは確かです。しかし、現時点においては、堅調な経済成長、グローバルな状況が落ち着いていること、金融市場における強気な環境から、FRBには政策を適切な形で操作する柔軟性があると考えています。

日本の政策当局とのミーティングにおいて驚いたのは、しばしば労働不足の話題が上ったことです

欧州市場は祝日もあったことから、比較的静かでした。ドイツの企業信頼感を示すIFO景況指数は1991年ぶりの高水準となり、ドイツの景気の強さを示しました。しかし、欧州中央銀行（ECB）はハト派な姿勢を強調しており、ドイツ国債金利は横ばいとなりながら、リスク資産は反発しています。英国市場は、マンチェスターでの悲劇的な出来事にはさほど影響されなかったものの、英国の政策について言えば、メイ首相がマニフェストとして掲げた公約を180度転換していることで、彼女は有権者が望んでいるほどの鉄の女ではない、とEU本部はみているかもしれません。保守党が多数の議席を獲得しようとも、引き続きすべての道はハード・ブレグジットに至っていると考えており、総選挙の発表を受けて市場ではポジティブ・ニュースが織り込まれすぎていると考え、再び米ドルに対する英ポンドのショート・ポジションを構築しました。

今後の見通しについては、グローバルな状況は落ち着いており、夏に向けてキャリー・トレードが続くと考えています。ボラティリティを示す指数は危険水域まで低下しているかもしれませんが、市場では行き過ぎた感じはまだみられていないと考えています。例えば、株式市場が上昇を続けているにもかかわらず、強気派よりも弱気派のほうが多くなっています。但し、金利の上昇についてはもっとも大きなリスクであると考えており、米国ではユーロドル先物を通じたショート・ポジション、英国では長期金利のショート・ポジションを通して利回りの上昇によって収益が得られるポジションを維持しています。先週は日本を訪れ、政策当局とミーティングしました。そのなかで驚いたのは、しばしば労働不足の話題が上ったことです。例えば、ヤマト運輸はドライバーが不足していることで、配送を減らさなければならなくなっているという話に興味を持ちました。このことは、失業率は低下し続けることは出来ず、フィリップス曲線がほぼフラットな状況であっても、労働不足には賃金の上昇、もしくは日本の場合に限っていえばサービスの低下が必要となる、ということでしょう。

もうひとつ余談となりますが、イングランドのプレミア・リーグのサッカーの試合結果とブレグジットの国民投票の結果は非常に高い相関を示していました。「離脱」の比率が高い地域にあるチームは成績が振るいませんでした。昨年、英国のEU残留を望む有権者はキューブラー・ロス氏が提唱する「死の受容モデル」を乗り越えなければいけないということをお伝えしました。ショック、怒り、否定、期待（二回目の国民投票が行われるという）、抑うつという段階を経て、ついにEU離脱という事実の受容にいたったと思われれます。しかし、多くの交渉は非常に厳しいものとなり、泥沼の離婚劇となるハード・ブレグジットによる痛みに対する薬は、大幅な財政緩和であると考えられます。最下位争いをしたサンダーランド、ミドルスブラ、優勝を逃したトッテナム、アーセナルのサポーターはこの受容モデルを乗り越えないといけません。私としてはサポートするチェルシーが優勝したのでどうでもいいことです。

YouGovによる直近の世論調査では、与党・保守党の野党・労働党に対するリードが2015年の総選挙当時を下回り、選挙結果が既定路線ではない可能性が出てきました。労働党の支持率は上昇しましたが、ジェレミー・コービン党首が「労働を再び偉大に」出来る日は来るのでしょうか？

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマーシング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーシング債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマーシング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（税抜き）、ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年5月26日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上